

Propagation des crises et comité d'audit

Hanene EZZINE

Docteur en Finance de l'université de Nice et de l'université de Sfax (Tunisie)

Hanene.zine@voila.fr

Résumé :

Le but de cet article est d'étudier l'influence des caractéristiques du comité d'audit sur la capacité des entreprises à résister à la crise boursière asiatique. La capacité de l'entreprise à résister à la crise est évaluée par la minimisation de la volatilité conditionnelle des rendements financiers estimée par les spécifications ARCH et GARCH. Sur un échantillon de 94 entreprises cotées et industrielles de quatre pays asiatiques: Malaisie, Thaïlande, Indonésie et Philippines

et sur une période entière de la crise s'étalant de 1996 à 1998, nous parvenons à montrer que l'existence du comité d'audit, la taille et l'indépendance de ses membres constituent les attributs les plus importants du comité d'audit dans le contexte de la crise asiatique. Le nombre de rencontres annuelles serait sans effet sur la résistance à la crise.

Mots clés : gouvernement d'entreprise, comité d'audit, propagation des crises, volatilité conditionnelle des rendements financiers.

Abstract:

The purpose of this paper is to study the impact of audit committee characteristics on the firm's ability to resist the Asian stock market crisis. The firm ability to resist the Asian stock market crisis is assessed by minimization of financial return's conditional volatility estimated by ARCH and GARCH models. Using a data from 94 listed and industrial firms in four East Asian countries: Malaysia, Thailand, Indonesia, and the Philippines between 1996 and 1998, we find

that the existence of audit committee, the size and independence of its members are the most important attributes of audit committee in the context of Asian crisis. The number of annual meetings would be without affect on the resistance to the crisis.

Key words: corporate governance, audit committee, crisis propagation, financial return's conditional volatility.

Introduction

Sans entrer dans le débat délicat de la définition des crises, on peut constater que celles-ci se traduisent toujours par une disparition des repères indispensables aux anticipations. Les marchés ne peuvent plus valoriser raisonnablement les entreprises et on observe simultanément une décroissance des indices boursiers liée à la baisse d'activité et surtout un accroissement considérable de la volatilité des cours liée à l'impossibilité de consensus pour valoriser les firmes. Toutes les entreprises ne subissent pas de façon identique ce dernier élément. Les études de Johnson et al (2000), Claessens et al (2002) et Sang-Woo et Il Chong (2005) établissent un lien entre l'origine des crises et scandales financiers et les pratiques de gouvernement d'entreprise. Ces études, centrées sur la crise asiatique (1997/1999), montrent que l'ampleur de la propagation des crises financières était liée à la défaillance de plusieurs mécanismes de gouvernement d'entreprise dont le plus connu est la déficience du conseil d'administration. Depuis la crise asiatique, diverses initiatives ont été prises pour améliorer le fonctionnement des conseils d'administration des entreprises cotées en créant en leur sein un ou plusieurs comités comme celui d'audit. La plupart des pays asiatiques font du comité d'audit un organisme fondamental permettant de restaurer la confiance des investisseurs et de satisfaire les attentes des différentes parties prenantes. Les principales fonctions comme identifiées par les réglementations asiatiques se concentrent sur trois aspects ; l'amélioration du *reporting* financier de l'entreprise, la surveillance de la mise en œuvre de la bonne gouvernance et le contrôle de l'entreprise. Cependant, bien qu'il soit trop tôt de dire que le comité d'audit est efficace dans ses objectifs pour améliorer l'efficacité du conseil d'administration, l'établissement du comité d'audit est une action très importante pour cette amélioration.

Les travaux théoriques et empiriques actuellement reconnus montrent le lien qui existe entre les prélèvements effectués par les dirigeants et la performance financière de la firme (Charreaux 1998, Charreaux et Pitol-Belin 1992, Bowen et al 2007, Core et al 2006, Klapper et Love 2004, etc.). En situation de baisse de performance, des mécanismes de gouvernement d'entreprise efficaces devraient diminuer la marge de manœuvre des dirigeants. Des mécanismes défaillants de contrôle de la gestion des dirigeants occasionnent un effet amplificateur en propageant la contre performance financière sur les marchés. L'objet principal de cette étude est d'enrichir, la littérature financière et économique sur l'étude de

l'efficacité des mécanismes de gouvernement d'entreprise en analysant l'influence des caractéristiques du comité d'audit sur la capacité des entreprises à résister à la crise boursière asiatique. Il semble que les caractéristiques internes du comité d'audit influencent directement la stabilité de l'entreprise et son potentiel de résistance en période de crise. Traditionnellement, à côté de la présence ou non du comité d'audit au sein de l'entreprise, nous retenons la taille du comité, l'indépendance des membres et le nombre de rencontres annuelles.

Cet article comprend trois sections. Dans une première section, nous présentons le cadre conceptuel de l'étude ainsi que les hypothèses de recherche. La deuxième section nous permet d'identifier et de détailler notre méthodologie de la recherche, alors que l'analyse et la discussion des résultats font l'objet de la troisième section.

1 Cadre conceptuel et Hypothèses de recherche

Le cadre théorique de la gouvernance est riche de nombreuses recherches. Les caractéristiques du comité d'audit sont généralement analysées dans le cadre de l'efficacité des mécanismes de gouvernance. La question que l'on se pose est de savoir si ces résultats restent encore valides en période de crise et quelle serait l'incidence des préconisations théoriques pour limiter la propagation des crises boursières. Pour mieux appréhender notre problématique, nous présentons dans cette section le modèle théorique de Johnson et al (2000) ainsi que ses implications sur la volatilité boursière.

1.1 Attaques spéculatives et expropriation de la richesse des investisseurs

Les situations de déséquilibres qui naissent des chocs de la crise financière créent des différentiels de pouvoirs, dont les dirigeants cherchent à profiter. Ils agissent de façon à neutraliser les mécanismes de gouvernance et à renforcer leur pouvoir discrétionnaire. Nous essayons ici de présenter le modèle théorique de Johnson et al (2000) afin de mettre en lumière ses implications sur la volatilité boursière en période de crise.

1.1.1 Le modèle simple et statique de Johnson et al (2000)

Le modèle simple présenté est une variation du modèle de Johnson et al (2000) et en relation avec celui de Laporta et al (1999)¹. Il corrobore les travaux de Jensen et Meckling (1976) en montrant que le problème d'agence majeur dans les entreprises est celui opposant les *insiders* (actionnaires dirigeants) aux *outsiders* (les actionnaires dans notre modèle). Le dirigeant détient une part α du capital et les actionnaires détiennent une part $1 - \alpha$. Les bénéfices non distribués sont notés par I , le dirigeant peut prélever $S \geq 0$ des bénéfices non distribués qui lui procure une utilité notée par $U(S)$. S représente, alors, le montant des profits de la firme qui peut être prélevé de tous les actionnaires, notamment les actionnaires minoritaires.

Le prélèvement effectué par le dirigeant sur le patrimoine de l'entreprise est coûteux. Le

dirigeant prévoit perdre du montant exproprié, $C(S) = \frac{S^2}{2K\alpha}$. Le coefficient K est interprété

de deux manières différentes². Premièrement, il représente la capacité du dirigeant à lever ses droits aux cash flows en droits de contrôle élevés à travers l'utilisation des structures de l'actionnariat pyramidales et croisées, et/ou par la détention des droits de vote multiples. Deuxièmement, il reflète le degré de protection du système juridique. Une valeur élevée de K , représentant dans ces cas une plus grande séparation entre les droits aux cash flows et les droits de vote, et une faiblesse des règles de gouvernement d'entreprise et du système juridique, implique que l'expropriation est moins coûteuse parce que les dirigeants jouissent d'un contrôle plus efficace sur les actifs de la firme. La valeur de $S - C(S)$ est concave en S , pour que la valeur marginale de l'expropriation diminue avec l'augmentation du montant prélevé. Le dirigeant ne prélève sur le patrimoine de l'entreprise que lorsqu'il investit dans un projet qui génère un taux de rendement brut $R < 1$. Un taux de rendement faible sur les ressources investies le motive à ne pas placer dans l'investissement du projet et à prélever plus sur le patrimoine de l'entreprise. *A contrario*, le dirigeant n'a pas intérêt à prélever sur les actifs de l'entreprise lorsqu'il investit dans un projet à un taux de rendement brut $R > 1$ et par lequel il obtient une part α du profit.

Le problème d'optimisation du dirigeant est donné par l'équation suivante :

¹ LLSV (1999b) supposent dans leur modèle différents temps d'expropriation sur le patrimoine de l'entreprise.

² Le modèle met l'accent sur le rôle que peuvent jouer à la fois les mécanismes internes et les mécanismes institutionnels de gouvernement d'entreprises.

$$\text{Max}_S U(S; R, K, \alpha) = \text{Max}_S \left[\alpha R (I - S) + S - \frac{S^2}{2K\alpha} \right]$$

Le terme $\alpha R (I - S)$ reflète l'effet de convergence de la structure de propriété. Le niveau des droits aux cash flows, α , dans ce terme représente le coût supporté par le dirigeant à prélever plus sur le patrimoine de l'entreprise et à investir moins dans le projet. Le terme $\frac{S^2}{2K\alpha}$ reflète l'effet d'enracinement de la structure de propriété. Si le niveau général des droits de contrôle des dirigeants, $K\alpha$, augmente, les coûts de l'expropriation diminuent. Le montant de prélèvement optimal, S^* , est obtenu en résolvant $\frac{\partial U}{\partial S} = 1 - \left(\frac{S^*}{K\alpha}\right) - \alpha R = 0$. Ce qui donne:

$$S^*(R, K, \alpha) = K\alpha(1 - \alpha R).$$

La valeur S^* suppose que le dirigeant n'a pas intérêt à prélever plus que le montant total des bénéfices non distribués, $S^*(R, K, \alpha) \leq I$. La valeur totale des capitaux propres de l'entreprise, égale à la valeur totale de l'entreprise diminuée par la valeur expropriée, est donnée par l'équation suivante : $\pi = R (I - K\alpha(1 - \alpha R))$.

Si on s'intéresse à la manière dont le montant S^* est prélevé, on note que la valeur de l'entreprise évolue avec le changement de l'attrait de ses opportunités d'investissement. La sensibilité de la valeur de l'entreprise aux changements du taux de rendement R est présentée comme suit :

$$\rho_a = \frac{\partial \pi}{\partial R} = I - K\alpha(1 - \alpha R) + RK\alpha^2.$$

D'après Johnson et al (2000), le pourcentage du changement de la valeur de l'entreprise par rapport au changement du taux de rendement de l'investissement est présenté comme suit :

$$\rho_r = \frac{\frac{\partial \pi}{\partial R}}{\pi} = \frac{I - K\alpha(1 - \alpha R) + RK\alpha^2}{R (I - K\alpha(1 - \alpha R))}$$

L'équation ci-dessus est différenciée par rapport à K pour étudier la manière avec laquelle les différences du levier des droits aux cash flows futurs ou du degré de protection du système juridique sont reflétées dans la valeur de l'entreprise lorsqu'il y a un changement de l'attrait des opportunités d'investissement.

$$\frac{\partial p_r}{\partial K} = \frac{I\alpha^2}{(I - K\alpha(1 - R\alpha))^2} > 0$$

Ce résultat comparatif statique permet de soulever deux idées essentielles : La première est que pour un niveau donné de l'actionnariat en cash flows, α un levier élevé des droits aux cash flows, K , affaiblit le coût de l'expropriation supporté par les dirigeants. Les changements de la valeur de l'entreprise sont, alors, plus sensibles aux changements des opportunités d'investissements lorsque les dirigeants ont un levier considérable des droits aux cash flows. La deuxième est que pour une valeur élevée de K , un environnement légal inadéquat réduit le coût de l'expropriation et augmente la sensibilité de la valeur de l'entreprise aux changements des taux de rendement de l'investissement. Ce résultat est maintenu si l'entreprise finance ses investissements par une émission de la dette (au plus des capitaux propres). Le dirigeant est capable d'extraire une prime de contrôle qui représente la part de financement par emprunt bancaire pouvant être appropriée avant la réalisation du projet d'investissement. Cependant, la présence de la dette implique une chaîne de valeur de R dans laquelle une valeur faible de R est accompagnée par une réduction du montant prélevé par les dirigeants afin de permettre à l'entreprise d'honorer ses dettes et de préserver ainsi la possibilité d'un prélèvement futur sur ses actifs.

1.1.2 Le gouvernement d'entreprise et la volatilité boursière

D'après le modèle de Johnson et al (2000), il n'y a aucun besoin de l'expropriation des dirigeants pendant les périodes tranquilles, par exemple lorsque $\alpha R \geq 1$. Dans la plupart des marchés émergents, le niveau des droits aux cash flows, α , est au dessus de 0,3 (plus élevé que celui des Etats Unis), donc, une espérance raisonnable et optimiste de R peut être assez suffisante pour réduire, voire même, supprimer les motivations des dirigeants à l'expropriation des investisseurs. La Porta et al (1999) examinent la structure de l'actionnariat et de contrôle de quelques marchés émergents. Ils trouvent que les médianes des droits aux cash flows dans les entreprises où les dirigeants contrôlent plus de 20% des droits de vote sont 41% en Argentine, 26% en Corée, 28% en Hong Kong, 34% en Mexique, 20% en Israël, et 31% en Singapour. Ceci suggère que la présence des institutions qui protègent les investisseurs extérieurs n'est pas importante puisque les dirigeants ne prélèvent pas sur les actifs de l'entreprise. Les entreprises sont capables d'attirer plus de capitaux externes durant les périodes de prospérité de l'économie. Un pays peut croître rapidement, même, si les

institutions réglementaires sont en défauts. Toutefois, le premier ministre *Mahathir* de la Malaisie prouve que la protection légale des investisseurs est un déterminant clé du niveau de croissance économique. Le besoin des mécanismes efficaces de gouvernement des entreprises devient plus prononcé pendant les périodes de ralentissement de la croissance. Sans une protection efficace des actionnaires minoritaires, une détérioration limitée sur les bénéfices futurs des investisseurs extérieurs peut amplifier leur expropriation, et induire à son tour un crash boursier. Le modèle de Johnson et al (2000) montre également que le besoin des mécanismes efficaces de gouvernement d'entreprise est d'importance accrue lorsque les indicateurs économiques prouvent une baisse.

D'après ces arguments, un pays peut croître rapidement pour une longue période même si la protection juridique des droits des actionnaires minoritaires est faible. Cependant, la faiblesse des institutions réglementaires rend ces pays très vulnérables, dans le sens où un petit choc négatif sur les bénéfices futurs espérés peut avoir un grand effet sur l'économie. Si cette théorie est correcte, les institutions affectent la volatilité, particulièrement, l'ampleur du déclin de la valeur des actifs financiers, en présence d'un choc défavorable sur les bénéfices futurs espérés. Afin de répondre à notre problématique, nous utilisons les résultats du modèle de Johnson et al (2000) et nous les étendons à d'autres mécanismes disciplinaires comme le comité d'audit. Nous formulons l'hypothèse générale suivante. A partir de cette hypothèse, nous avons fait ressortir dans ce qui suit d'autres hypothèses, qui seront affirmées ou infirmées au cours de l'étude empirique.

Hypothèse générale : les entreprises les plus capables à résister à la crise boursière asiatique sont celles dont les comités d'audit sont les plus efficaces.

1.2 Les caractéristiques du comité d'audit

1.2.1 La présence du comité d'audit

La plupart des réglementations des pays asiatiques ont exigé la présence du comité au sein de l'entreprise (Piman et Thomas 2004, Boo Yeang 2003, la Banque Mondiale 2006, et Mak et Kusnadi 2005). Le comité d'audit est un organisme fondamental permettant de maintenir la confiance et les intérêts des investisseurs en accomplissant certaines fonctions dont les plus importantes sont l'examen de l'adéquation du contrôle interne, la surveillance du processus de *reporting financier*, l'examen des fonctions de l'audit interne, et la sélection et la

surveillance des auditeurs externes. Le besoin de créer cet organisme s'est manifesté avec la crise asiatique et s'est de plus en plus accentué avec les nouvelles failles et scandales récents. Cependant, si aucune étude n'a mis en évidence l'association étroite entre la présence du comité d'audit et la capacité de l'entreprise à résister à la crise, plusieurs autres études ont montré l'effet positif de l'existence du comité sur la fiabilité des états financiers (McMullen 1996, Defond et Jiambalvo 1991 et Dechow 1996). Nous supposons dans notre étude que les entreprises ayant des comités d'audit sont plus capables de résister à la crise boursière asiatique.

Hypothèse 1: La capacité de l'entreprise à résister à la crise boursière asiatique est positivement liée à l'existence du comité d'audit au sein de l'entreprise.

Comme la seule présence d'un comité d'audit ne signifie pas nécessairement que ce comité est efficace dans l'exercice de son rôle de surveillance (Commission Treadway 1987), nous retenons dans cette étude trois caractéristiques permettant normalement de mieux se prononcer quant à l'effet de la qualité de surveillance du comité d'audit sur la capacité de l'entreprise à résister à la crise : (2) caractéristiques liées à la structure du comité (taille et indépendance) et (1) caractéristique liée au processus de fonctionnement du comité d'audit (nombre de rencontres annuelles).

1.2.2 La taille du comité d'audit

Depuis le déclenchement de la crise asiatique, plusieurs mesures ont été introduites pour obliger les comités d'audit d'inclure un nombre élevé d'administrateurs. Sang-Woo et Il Chong (2005), et Mak et Kusnadi (2005) suggèrent que les comités d'audit composés d'un nombre important d'administrateurs sont susceptibles de découvrir et de résoudre les problèmes potentiels de gouvernance dans sa globalité et de réduire la vulnérabilité des entreprises à la crise asiatique. L'évidence empirique de Mangena et Pike (2005) montrent que la taille du comité d'audit peut avoir un effet sur le *reporting* financier des entreprises. La complexité des questions en matière du *reporting* exige des ressources considérables en terme de nombre d'administrateurs présents dans le comité d'audit. Marrakchi (2000) a montré également que les comités d'audit composés d'un nombre important d'administrateurs sont capables d'identifier et de résoudre les lacunes et les faiblesses potentielles du *reporting* financier. Nous supposons dans ce travail que la taille du comité d'audit agit positivement sur la capacité de l'entreprise à résister à la crise boursière asiatique.

Hypothèse 2: La capacité de l'entreprise à résister à la crise boursière asiatique est positivement liée à la taille du comité d'audit.

1.2.3 L'indépendance des membres

L'indépendance des membres du comité d'audit est un élément très important de l'efficacité du comité d'audit dans l'exercice de ses responsabilités de surveillance. Un comité d'audit composé en totalité par des membres externes constitue un élément clé d'un bon système de gouvernement d'entreprise. Ces idées remontent aux travaux de Jemison et Oakley (1983) et se sont encore affirmées avec les crises financières récentes notamment asiatiques (Piman et Thomas 2004, Boo Yeang 2003, la Banque Mondiale 2006, et Mak et Kusnadi 2005). Les réglementations des pays asiatiques insistent sur l'importance de l'indépendance des membres du comité d'audit. La majorité des membres³ du comité d'audit ainsi que le chairman doivent être indépendants et certains membres doivent avoir une expertise en matière financière et comptable. Cependant, ces réglementations mettent l'accent sur les problèmes sérieux de l'indépendance des comités d'audit asiatiques en raison de la dominance des administrateurs affiliés et leurs relations avec les gestionnaires en poste. Ce problème est également développé par Klein (1998) et Sommer (1991) en suggérant que la prépondérance des administrateurs externes affiliés est un signe du manque de compétence du comité d'audit.

Les évidences empiriques traitant de la question de l'efficacité de l'indépendance du comité d'audit sont très nombreuses. Carcello et Neal (1997), par exemple, soulèvent un lien négatif entre le pourcentage d'administrateurs indépendants siégeant au comité d'audit et la probabilité de recevoir un rapport avec restriction quant à la pérennité de l'entreprise. Forker (1992) montre que la composition du comité d'audit en majorité par les administrateurs non salariés réduit le comportement opportuniste du dirigeant et améliore la transparence des entreprises. Wright (1996) a traité également la question de l'efficacité du comité d'audit en montrant que l'indépendance des membres du comité a un impact positif sur la fiabilité des états financiers. Cependant, la question de l'efficacité qui se juge essentiellement sur la capacité des entreprises à résister à la crise n'a pas été abordée. Nous nous attendons dans ce travail à ce que la dominance d'administrateurs externes indépendants et la présence d'un

³ Les membres du comité d'audit sont classés en trois groupes : les administrateurs internes, les externes affiliés ou encore faisant partie de la zone « grise », et finalement les externes indépendants dont leur seul lien avec l'entreprise est la participation au comité d'audit.

chairman indépendant dans le comité d'audit permettent de réduire l'exposition des entreprises aux risques de la crise boursière asiatique.

Hypothèse 3a: L'accroissement de la présence d'administrateurs indépendants agit positivement sur la capacité des entreprises à résister à la crise boursière asiatique

Hypothèse 3b: La capacité de l'entreprise à résister à la crise boursière asiatique est forte lorsque le chairman du comité d'audit est indépendant.

1.2.4 Le nombre de rencontres annuelles

Le nombre de rencontres du comité constitue un indicateur potentiel de l'efficacité du comité d'audit dans l'exercice de ses fonctions de surveillance. Cependant, s'il ne donne pas un renseignement sur le travail fourni pendant ces rencontres ni sur l'efficacité du comité à l'exercice de ses fonctions, un certain signal peut exister suite au nombre de réunions. Un comité d'audit qui ne se réunit pas ou qui se réunit qu'une fois par année ne peut être efficace. L'intensité et la qualité des discussions entre les membres du comité ainsi que la formalité des rencontres sont des éléments importants qui assurent le fonctionnement du conseil d'administration (Marrakchi 2000, Zahra et Pearce 1989). Les écrits antérieurs s'accordent généralement sur une moyenne de 3 ou 4 rencontres par année pour permettre le comité d'audit de mener à bien sa mission (Coopers et Lybrand 1995, Price Waterhouse 1993 et KPMG 1999). Un nombre intense des rencontres annuelles permet d'améliorer la qualité de contrôle du comité d'audit et d'affaiblir les marges de manœuvre des dirigeants. L'évidence empirique de McMullen et Randghun (1996) par exemple, montre que les rencontres des comités d'audit des entreprises qui ont des problèmes au niveau de leurs états financiers sont moins intenses et peu fréquentes. On suppose que l'intensité des rencontres du comité d'audit influence directement la stabilité de l'entreprise en période de crise.

Hypothèse 4: La capacité de l'entreprise à résister à la crise boursière asiatique est positivement liée au nombre de rencontres du comité d'audit.

1.3 Les variables de contrôle

Afin d'accroître la fiabilité de nos résultats empiriques, nous avons contrôlé trois variables pouvant expliquer la capacité de l'entreprise à résister à la crise boursière asiatique. Il s'agit du ratio d'endettement, la taille de l'entreprise et la volatilité du pays.

1.3.1 Le ratio d'endettement

Pris comme un mécanisme de contrôle de la gestion des dirigeants, l'endettement peut être analysée selon deux optiques différentes. La première optique, proposée par la théorie de l'agence et la plus répandue en théorie financière conduit à apprécier l'endettement à travers son rôle disciplinaire sur les dirigeants. La deuxième optique est appréciée par la théorie de l'enracinement et selon laquelle un endettement important peut aider les dirigeants à s'enraciner davantage. Les ressources provenant de l'endettement peuvent être détournées à l'insu des prêteurs vers des investissements spécifiques à leur capital humain. Les évidences empiriques de Friedman et Johnson (2000), Johnson et al (2000) et Mitton (2002) parviennent à montrer dans ce cadre que la faiblesse de la performance boursière et la vulnérabilité des entreprises à la crise asiatique sont imputables à un niveau élevé d'endettement.

1.3.2 La taille de l'entreprise

La taille de l'entreprise est souvent utilisée comme indicateur de l'importance des systèmes de contrôle interne de l'entreprise (Defond et Jambalvo 1991). Les observations empiriques de Johnson et al (2000) aboutissent à un lien positif entre la taille de l'entreprise et la performance financière. D'autres études concluent que les entreprises de grande taille ont des faibles risques de marché. Elles sont caractérisées par une forte stabilité et bénéficient d'économies d'échelle (Sengupta 1998). Nous attendons dans ce travail à ce que les entreprises de grande taille soient plus capables à freiner la propagation de la crise boursière asiatique.

1.3.3 La volatilité du pays

Si le danger immédiat de la crise a frappé tous les pays asiatiques, les efforts majeurs de la réforme commencent à améliorer les pratiques de gouvernement d'entreprise au sein des

entreprises. Il est vrai que les pays asiatiques ont réussi à bâtir des grandes entreprises qui contribuent au développement économique. Mais, ils ont échoué à mettre en place des mécanismes internes sains de gouvernement d'entreprise. Nous supposons dans ce travail qu'il peut exister un lien entre la volatilité du pays et la volatilité de l'entreprise. Cependant, en ce qui concerne la non utilisation du bêta des firmes, ce choix méthodologique nous a effectivement posé un problème lors de la construction de la recherche. Nous avons essayé de capter cet effet à partir du secteur d'activité (variable VMI). Le calcul du bêta aurait sans doute été aussi approximatif pour deux raisons. La première est l'étroitesse des marchés concernés et l'importance relative de ces firmes dans le portefeuille de marché. La seconde est la difficulté à construire un bêta historique. Pour que ce dernier soit recevable, il aurait fallu remonter dans le temps dans la période avant la crise. Le manque de données nous aurait sans doute conduits à limiter encore plus la taille de l'échantillon. Le recours à des bêtas proposés par les bases de données financières nous aurait également conduits à limiter l'échantillon.

2 Méthodologie

L'étude empirique a pour objectif de valider statistiquement les hypothèses selon lesquelles des entreprises disposant de caractéristiques spécifiques dans leur comité d'audit auraient été plus aptes à résister à la crise que les autres. Cette situation est vérifiée lorsque la volatilité des rendements financiers est plus faible pour les entreprises qui respectent ces caractéristiques.

2.1 Echantillon et données

Les pays de l'étude sont l'Indonésie, la Malaisie, la Thaïlande et les Philippines. Ils sont les pays les plus impliqués par la crise asiatique qui a frappé aussi d'autres pays émergents. Ces pays souffrent d'une façon disproportionnée en termes du déclin et de la volatilité des marchés boursiers. Ces derniers sont essentiellement aigus en période de crise (tableau 1). Notre échantillon est composé de quatre vingt quatorze entreprises cotées et industrielles de ces quatre pays asiatiques : Les entreprises retenues dans l'échantillon font partie du *International Finance Corporation's (IFC) global index*. Cet indice retient uniquement des entreprises de taille importante et très liquides.

En général, l'échantillon est représentatif des entreprises les plus grandes et plus liquides. Avant la crise, la taille médiane des entreprises, en terme du total actif, varie entre 446,504 (000 \$) en Malaisie et 805,312 (000 \$) en Thaïlande. Pendant la crise, elle est entre 410.846 (000 \$) en Malaisie et 766.543 (000 \$) en Indonésie. Toutefois, la taille médiane des entreprises varie après la crise de 314.124 (000 \$) en Malaisie à 616.757 (000 \$) aux Philippines. La taille médiane des marchés boursiers, en terme de la capitalisation par le marché, varie avant la crise de 283,483 (\$ 000) en Thaïlande à 791,453 (000 \$) aux Philippines. Pendant la crise, elle est entre 53.558 (000 \$) en Thaïlande et 189.714 (000 \$) en Malaisie. Elle varie, cependant après la crise, de 48.370 (000 \$) en Indonésie et 297.169 (000 \$) aux Philippines. Le tableau 1 présente par pays d'autres statistiques financières importantes.

Les données sont obtenues principalement à partir de deux sources d'information. Premièrement, *Emerging Market Database* (EMDB) permet d'identifier les valeurs de l'indice de prix exprimé en monnaie locale et le montant des dividendes versés chaque semaine. Deuxièmement, les données relatives aux variables du comité d'audit ont été recueillies manuellement à partir des rapports annuels téléchargés grâce à la base de données *Thomson One Banker*. La période d'étude est la période de crise. Elle est subdivisée en trois sous périodes conformément aux travaux de Mitton (2002) et Claessens et al (2002). La période d'étude de la crise va du 01 Janvier 1996 jusqu'au 31 Août 1999. La période d'avant la crise est du 01 Janvier 1996 jusqu'au 31 Juin 1997. La période de la crise est identifiée du 01 Juillet 1997 jusqu'au 31 Août 1998 et enfin la période après la crise est du 01 Septembre 1998 jusqu'au 31 Août 1999. Un tel découpage nous permet de bien capter les comportements dynamiques des investisseurs en période de crise afin de mettre en évidence l'efficacité du comité d'audit à limiter la propagation de la crise boursière asiatique.

Tableau 1 : Analyse descriptive inter-périodes de l'échantillon

	Période Avant Crise: fin de l'année fiscale 1996				Période de Crise: fin de l'année fiscale 1997				Période Après Crise: fin de l'année fiscale 1998			
Statistiques de la crise	PHILIPPINES											
Rendement boursier (Médiane)	-0,028				-0,003				0,003			
Déviati on Standard					2,900				2,100			
Volatilité conditionnelle des rendements financiers (Effet GARCH)	0,792				0,501				0,702			
Statistiques financières	Moyenne	Médiane	Max	Min	Moyenne	Médiane	Max	Min	Moyenne	Médiane	Max	Min
Total Actif (000\$)	1.196.299	574.097	3.760.368	221.007	1.208.267	539.332	3.403.775	195.785	1.281.070	616.757	3.551.158	191.830
Capitalisation par le marché (000\$)	1.974.749	791.453	9.048.433	224.910	710.311	176.125	3.260.402	12.125	884.372	297.169	4.324.274	5.569
Rendement de l’actif (%)	12,751	12,268	30,012	-9,082	5,351	4,554	23,125	-7,758	2,626	3,215	22,666	-15,907
Rendement des capitaux propres (%)	22,469	22,103	66,205	-17,427	6,794	6,938	34,798	-18,43	1,457	5,434	50,109	-52,166
Ratio de la dette (%)	33,549	36,375	61,374	7,133	43,401	44,727	70,38	9,37	40,776	37,776	83,561	11,069
Statistiques de la crise	INDONESIE											
Rendement boursier (Médiane)	0 ,000				-0,007				0,000			
Déviati on Standard	1,100				7,000				4,400			
Volatilité conditionnelle des rendements financiers (Effet GARCH)	0,167				0,819				0,803			
Statistiques financières	Moyenne	Médiane	Max	Min	Moyenne	Médiane	Max	Min	Moyenne	Mediane	Max	Min
Total Actif (000\$)	1.085.977	566.727	3.669.595	199.675	996.903	766.543	4.906.576	142.640	533.068	385.057	1.356.680	81.866
Capitalisation par le marché (000\$)	1.383.064	520.903	8.242.793	61.740	462.559	143.134	370.627	1.113.337	362.209	48.370	2.846.784	189.155
Rendement de l’actif (%)	9,494	8,354	26,15	3,923	-2,588	-2,688	21,921	-25,58	-4,857	-2,251	22,857	-40,479
Rendement des capitaux propres (%)	15,562	14,383	35,51	2,747	-19,761	-18,898	35,611	-93,776	-54,946	-36,632	35,1	-222,07
Ratio de la dette (%)	47.919	53.894	63.56	19.283	66.912	67.849	97.291	18.222	82.041	86.316	152.87	12.882

	Période Avant Crise: fin de l'année fiscale 1996				Période de Crise: fin de l'année fiscale 1997				Période Après Crise: fin de l'année fiscale 1998			
Statistiques de la crise	MALAISIE											
Rendement boursier (Médiane)	0,000				-0,008				0,000			
Déviati on Standard	0,860				4,000				3,300			
Volatilité conditionnelle des rendements financiers (Effet GARCH)	0,839				1,024				0,786			
Statistiques financières	Moyenne	Médiane	Max	Min	Moyenne	Médiane	Max	Min	Moyenne	Médiane	Max	Min
Total Actif (000\$)	1.274.311	446.504	13.026.388	40.984.66	1.215.436	410.846	13.195.711	57.473.30	1.058.593	314.124	10.425.835	34.903.50
Capitalisation par le marché (000\$)	1.701.655	655.186	17.806.583	96.535.170	968.773	189.714	9.192.127	7.254.901	550.692	160.609	7.892.168	3.202.039
Rendement de l’actif (%)	10,449	9,764	41,319	-16,51	6,01	5,301	29,576	-9,294	-1,414	0,855	13,801	-44,378
Rendement des capitaux propres (%)	13,169	15,909	39,56	-115,788	9,246	9,871	86,04	-26,322	-15,551	-2,652	22,392	-278,014
Ratio de la dette (%)	28,708	31,824	66,211	0	34,103	34,073	81,451	0	41,51	37,375	206,464	0
Statistiques de la crise	THAILANDE											
Rendement boursier (Médiane)	-0,002				-0,008				0,001			
Déviati on Standard	1,800				4,200				3,000			
Volatilité conditionnelle des rendements financiers (Effet GARCH)	0,644				0,714				1,019			
Statistiques financières	Moyenne	Médiane	Max	Min	Moyenne	Médiane	Max	Min	Moyenne	Médiane	Max	Min
Total Actif (000\$)	888.564	805.312	2.822.025	119.863	593.011	460.565	196.194	104.718	724.487	547.242	2.252.022	195.943
Capitalisation par le marché (000\$)	708.788	283.483	4.461.830	2.276.428	296.271	53.558	263.986	2.878.722	343.511	123.329	2.283.356	9.724.060
Rendement de l’actif (%)	5,143	6,831	13,563	-3,828	-15,324	-18,036	49,799	-42,972	7,982	9,791	21,638	-8,351
Rendement des capitaux propres (%)	4,421	10,15	17,878	-16,854	-72,2	-73,02	116,25	-253,6	58,446	24,341	574,059	-102,971
Ratio de la dette (%)	55,799	57,409	81,138	16,646	76,049	80,771	132,53	5,389	73,401	65,013	181,755	3,479

2.2 Description des variables

2.2.1 Mesures des variables

Nous utilisons comme mesure de la capacité de l'entreprise à résister à la crise boursière asiatique, la volatilité conditionnelle des rendements financiers (VCRF). Nous avons appliqué pour chaque série hebdomadaire⁴ de rendements financiers les modèles d'estimation ARCH et GARCH qui présentent d'une part la particularité de mieux modéliser la variation temporelle des premiers et seconds moments de différents types d'actifs⁵ et qui permettent d'autre part de mieux appréhender la dynamique du comportement des investisseurs sur les périodes de crise (Engle 1982 et Bollerslev 1986). Les mesures de variance non conditionnelle se heurtent à certaines critiques concernant d'une part le choix (plus arbitraire) de l'ordre du processus, mais aussi de l'impossibilité de prendre en compte les changements de cette volatilité avec le temps (Jansen 1989).

Un groupe de cinq variables permet d'évaluer le comité d'audit. La première variable est l'existence du comité d'audit (*E-AUDIT*) au sein de l'entreprise. Cette variable est dichotomique qui prend la valeur 1 si l'entreprise établit un comité d'audit et zéro, si non. La deuxième variable est la taille du comité d'audit (*T-AUDIT*) mesurée par le nombre des membres y présents. La troisième et la quatrième variable évaluent l'indépendance des membres du comité d'audit. La troisième est le pourcentage d'administrateurs externes indépendants (*AUDIT-IND*) siégeant au comité d'audit. La quatrième variable est dichotomique (*A-CHAIR*). Elle prend la valeur 1 si le chairman du comité d'audit est un administrateur indépendant et zéro, si non. La cinquième variable est Le nombre de rencontres annuelles (*AUDIT-RENC*). Elle est appréhendée par le nombre de rencontres formelles exigées par le comité d'audit.

A côté de l'effet fixe de l'industrie (secteur d'activité) et afin d'accroître l'inférence de nos résultats empiriques, nous avons contrôlé certains facteurs pouvant avoir un effet sur la transmission de la crise comme la taille de l'entreprise (LN-T), le niveau d'endettement (END) et la volatilité du pays (VP). La taille de l'entreprise est mesurée par le logarithme

⁴ On accepte l'hypothèse d'une forte persistance des volatilités en haute fréquence. Nous utilisons des informations hebdomadaires étant donnée la non disponibilité des données journalières.

⁵ Les actifs financiers, les indices boursiers, les actifs monétaires (taux de change spot, et les contrats forward), etc.

naturel de la valeur comptable de l'actif⁶ total (LN-T). Le ratio d'endettement (END) est évalué par le rapport entre la valeur comptable de la dette totale et la valeur comptable de l'actif total. Enfin, la troisième variable permettant de contrôler la capacité de l'entreprise à résister à la crise est la volatilité du pays. Elle est modélisée par les spécifications ARCH et GARCH de Engle (1982) et Bollerslev (1986), et est notée par VP.

2.2.2 Statistiques descriptives des caractéristiques du comité d'audit

Les résultats de l'annexe 1 montrent qu'aucune entreprise indonésienne n'a établi un comité d'audit durant toute la période de crise. Son établissement n'a été exigé par le *Capital Market Supervisory Agency* (BAPEPAM) qu'en 2001. Cependant, aux Philippines, uniquement une seule entreprise, soit 6,25% du total a établi un comité d'audit pendant la crise. Ce comité est constitué de cinq membres dont un seul est indépendant, soit un pourcentage de 20%. Il n'y a pas une exigence légale aux Philippines qui oblige l'entreprise à détenir un comité d'audit.

Aucune entreprise en Thaïlande n'a établi un comité avant la crise. Pendant la crise, une seule entreprise a formé un comité d'audit composé d'un seul membre étant aussi le chairman indépendant, contre trois entreprises après la crise dans lesquelles le nombre d'administrateurs siégeant au comité d'audit varie entre 1 et 3, soit un nombre moyen de 2,333. Ses comités sont totalement formés par des administrateurs indépendants y compris aussi le chairman. C'est en 1999 que la réglementation thaïlandaise a exigé des entreprises de nommer un comité d'audit. La présence médiocre, voire même inexistante du comité d'audit au sein des entreprises indonésiennes, thaïlandaises et des Philippines a été bien retracée dans cette étude descriptive.

Selon les règles de cotation de KLSE, la présence du comité d'audit est obligatoire en Malaisie. Chaque comité doit comprendre au moins trois membres dont la majorité sont indépendants y compris le chairman. Les résultats de l'annexe 1 justifient en fait la présence obligatoire du comité d'audit dans toutes les entreprises malaisiennes. L'analyse inter-périodes montre également la présence massive des administrateurs indépendants au sein du comité d'audit. Le pourcentage d'administrateurs indépendants varie entre 47,5% avant la

⁶ L'utilisation du total actif comme une mesure de la taille de l'entreprise peut être critiquable si les différentes entreprises retenues font varier leur standard de calcul des coûts d'investissements. Chaque entreprise dans l'échantillon utilise strictement la méthode du coût historique mais certaines d'eux utilisent le type de réévaluation du marché. Ce biais peut être résolu en utilisant les ventes nettes comme une mesure alternative de la taille de l'entreprise.

crise et 70% après la crise, contre un pourcentage d'administrateurs internes allant de 44,4% à 27,1%. La plupart des comités des entreprises en Malaisie sont présidés, en outre, par un chairman indépendant. Le pourcentage d'entreprises dont le chairman est indépendant varie entre 86% avant la crise et 97,5% après la crise. L'analyse des variables du comité d'audit en Malaisie a retenu le nombre de rencontres comme une caractéristique liée au processus de fonctionnement du comité. Si les écrits antérieurs sont unanimes quant à la moyenne de rencontres permettant au comité de mener bien son travail, généralement trois à quatre rencontres par année, nos résultats montrent une moyenne de rencontres qui ne dépasse pas deux. Cette moyenne faible est expliquée par la forte dispersion des réunions, certains comités en Malaisie ne se réunissent jamais pendant l'année alors que d'autres se réunissent fréquemment. Le nombre de réunions formelles varie entre 0 et 6.

2.3 Spécification des modèles économétriques

L'objectif de cette étude est de tester l'impact de l'efficacité du comité d'audit sur la capacité des entreprises à résister à la crise boursière asiatique en faisant recours à l'estimation en coupe instantanée. Le modèle empirique utilisé se présente comme suit :

$$VCRF = a + b_1 E-AUDIT + b_2 T-AUDIT + b_3 AUDIT-IND + b_4 ACHAIR + b_5 AUDIT-RENC + b_6 LN-T + b_7 END + b_8 VP + b_9 VMI + \varepsilon$$

VMI : Pour contrôler l'effet fixe de l'industrie, nous introduisant dans le modèle des variables muettes pour dix des onze industries définies par Campbell (1996)⁷.

3 Interprétation multivariée des résultats empiriques

Les résultats de l'estimation et les tests y afférés sont présentés dans le tableau 2. En contrôlant l'effet fixe de l'industrie et certaines caractéristiques propres à l'entreprise et au pays, nous régressons la volatilité conditionnelle des rendements financiers sur chacune des variables de comité d'audit dans les modèles (*a b c d e*). La présence d'une multicollinéarité problématique entre les coefficients de corrélation des variables du comité d'audit (annexe 2) nous entrave à retenir le modèle qui prend en considération les interactions potentielles entre

⁷ Les industries (activités) définies par Campbell (1996) sont : Pétrole, Consommations durables, Base, Produits alimentaires / Tabac, Construction, Biens, Transport, Service public, Textiles / Commerce, Service, Loisir.

les caractéristiques du comité d'audit. Les régressions sont significatives dans leur globalité, des valeurs élevées des coefficients de détermination et des indices de Fisher très significatifs durant chaque sous période de crise⁸. Les principaux résultats peuvent être interprétés de la manière suivante :

Premièrement, l'existence du comité d'audit au sein de l'entreprise (E-AUDIT) exerce un effet négatif et significatif à un seuil de 1% sur la volatilité conditionnelle des rendements financiers. Notre hypothèse H1 qui lie positivement l'existence du comité d'audit avec la capacité de l'entreprise à résister à la crise asiatique se trouve confirmée durant les trois sous périodes de crise. Les entreprises ayant un comité d'audit sont moins volatiles que les entreprises ne l'ayant pas. Ce résultat est soutenu par les réglementations asiatiques qui exigent des entreprises d'établir des comités d'audit depuis la crise boursière asiatique permettant de maintenir et de préserver les intérêts des investisseurs.

Deuxièmement, la variable T-AUDIT a une incidence négative et significative sur la volatilité conditionnelle des rendements financiers durant les trois périodes de crise. Ce résultat indique les entreprises détenant des comités d'audit de grande taille présentent les volatilités conditionnelles des rendements financiers les plus réduites durant les périodes de crise. Ces résultats sont conformes avec ceux de Sang-Woo et Il Chong (2005). Ces derniers suggèrent que les comités d'audit composés d'un nombre important d'administrateurs sont susceptibles de découvrir et de résoudre les problèmes potentiels de gouvernement d'entreprise dans sa globalité, et de réduire la vulnérabilité des entreprises à la crise asiatique. Ce résultat conforte l'hypothèse H2.

Troisièmement, nos résultats montrent que la variable AUDIT-IND exerce un effet négatif et significatif à un seuil de 1% sur la volatilité conditionnelle des rendements financiers après la crise. Cependant, cet effet demeure non significatif avant et pendant la crise. Ces résultats mettent l'accent sur les efforts de la réforme préconisés depuis la crise asiatique et qui sont dirigés vers l'accroissement de l'indépendance des membres du comité d'audit vis-à-vis de la direction. Ce résultat corrobore celui de Sang-Woo et Il Chong (2005) qui stipule que toutes les réglementations en Asie militent en faveur de l'indépendance du comité d'audit pour accroître l'efficacité du comité d'audit dans l'exercice de ses responsabilités de surveillance, et pour affaiblir la vulnérabilité des entreprises aux crises asiatiques. La deuxième mesure de l'indépendance retenue est l'indépendance du chairman du comité d'audit. Notre hypothèse H3b qui lie négativement la volatilité conditionnelle des rendements financiers à

⁸ Les indices de Fisher et les coefficients de détermination corrigés les plus élevés sont observés après la crise.

l'indépendance du chairman demeure infirmée durant les trois périodes de crise. La variable ACHAIR n'exerce pas un effet négatif sur la volatilité conditionnelle des rendements financiers. Ce résultat peut être interprété essentiellement par le manque d'indépendance du chairman du comité d'audit et ses relations personnelles avec les dirigeants.

Finalement, les résultats trouvés avant et pendant la crise infirment l'hypothèse H4 qui lie négativement la volatilité conditionnelle des rendements financiers au nombre de rencontres du comité d'audit. Si la variable AUDIT-RENC exerce un effet négatif et non significatif sur la volatilité conditionnelle des rendements financiers avant la crise, cet effet est positif et significatif à un seuil de 10% pendant la crise. Ces deux résultats mettent en évidence l'inefficacité des rencontres annuelles du comité d'audit avant et pendant la crise et dans lesquelles la collusion entre les chairman du comité d'audit et les dirigeants, et l'expropriation des actionnaires minoritaires étaient fortes. Cependant, nos résultats confirment l'hypothèse H4 après la crise. Le coefficient associé à la variable AUDIT-RENC exerce un effet négatif et significatif à un seuil de 5% après la période de crise. Un tel résultat est justifié essentiellement par la fréquence et l'intensité des rencontres efficaces de comité d'audit après la crise qui permettent d'améliorer la qualité du contrôle interne et d'accroître la capacité de l'entreprise à résister à la crise boursière asiatique.

En tenant compte des effets fixes de l'industrie (activités), nous remarquons que toutes les variables de contrôle retenues ont un effet significatif sur la volatilité conditionnelle des rendements financiers. En effet, la variable de contrôle (END) s'avère significative à un seuil de 5% pour la plupart des modèles et atteint son signe prévu. Naturellement, les entreprises ayant un ratio d'endettement élevé présentent une volatilité conditionnelle des rendements financiers durant la crise asiatique plus importante que celles moins endettées. En outre, le coefficient relatif à LN-T est négatif et statistiquement significatif, ce qui implique que plus l'entreprise est grande, moins elle a de chance d'être frappée par la crise. Ce résultat n'est pas surprenant puisque les entreprises de grande taille sont généralement dotées par des meilleurs systèmes de contrôle interne. Enfin, nous avons confirmé que la volatilité de l'entreprise augmente avec la volatilité du pays. Le coefficient associé à la variable VP est positif et très significatif pour la plupart des modèles. Ce sont donc les entreprises des pays les moins volatiles durant la crise qui ont une plus grande capacité à résister à la crise boursière asiatique. Tous ces résultats sont conformes à l'intuition que l'on pouvait avoir a priori.

Tableau 2 : Régressions linéaires en coupe instantanée

	Période Avant Crise: fin de l'année fiscale 1996					Période de Crise: fin de l'année fiscale 1997					Période Après Crise: fin de l'année fiscale 1998				
	Modèle a	Modèle b	Modèle c	Modèle d	Modèle e	Modèle a	Modèle b	Modèle c	Modèle d	Modèle e	Modèle a	Modèle b	Modèle c	Modèle d	Modèle e
	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)	Coefficient (stat-t)
E-AUDIT	- 0,02 ^a (-2,482)					- 0,002 ^a (-2,982)					- 0,041 ^a (-4,220)				
T-AUDIT		- 0,003 ^b (-1,695)					- 0,001 ^b (-2,462)					- 0,009 ^a (-3,608)			
AUDIT-IND			- 0,026 (-0,938)					- 0,065 (-0,735)					- 0,057 ^a (-2,982)		
ACHAIR⁹				0,001 ^c (2,045)					0,087 (1,169)					0,04 (1,113)	
AUDIT-RENC					-0,007 (-0,152)					0,007 ^c (1,735)					- 0,070 ^b (-1,908)
LN-T	- 0,005 ^b (-1,862)	- 0,005 ^b (-1,832)	- 0,005 (-0,878)	- 0,002 ^c (-1,749)	- 0,005 ^b (-1,926)	- 0,035 ^b (-2,135)	- 0,001 ^a (-2,210)	- 0,005 ^b (-1,935)	- 0,025 ^b (-2,125)	- 0,061 ^b (-2,135)	- 0,080 ^c (-1,752)	- 0,065 ^c (-1,735)	- 0,065 (-0,735)	- 0,065 ^c (-1,743)	- 0,015 ^c (-1,735)
END	0,084 ^b (2,217)	0,083 ^b (2,170)	0,083 ^b (2,196)	0,013 (1,395)	0,083 ^b (2,166)	0,037 ^a (2,476)	0,064 ^a (2,560)	0,033 ^b (2,321)	0,095 ^b (2,589)	0,050 ^b (2,045)	0,063 ^a (4,351)	0,068 ^a (4,626)	0,063 ^a (4,396)	0,066 ^a (4,477)	0,074 ^a (4,712)
VP	2,551 (0,632)	2,829 (0,514)	2,170 ^a (2,962)	1,819 (0,114)	2,913 ^a (2,999)	1,555 ^a (3,356)	1,538 ^a (3,354)	1,041 ^a (-4,220)	1,665 ^a (3,701)	1,265 ^a (3,321)	0,827 ^a (2,273)	0,811 ^a (2,216)	0,831 ^a (2,293)	0,832 ^b (1,701)	0,834 ^b (1,721)
VMI	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus
Constante	0,092 (0,976)	0,080 (0,939)	0,084 (0,967)	0,069 (2,820)	0,0939 (2,732)	0,877 (1,143)	0,129 (1,597)	0,094 (1,201)	0,243 (1,344)	0,110 (1,509)	0,187 ^a (2,894)	0,165 ^b (2,504)	0,195 ^a (3,041)	0,189 ^a (2,888)	0,152 ^b (2,186)
R2 ajusté	0,137	0,123	0,137	0,137	0,125	0,241	0,138	0,129	0,059	0,252	0,537	0,510	0,546	0,525	0,456
Statistique F	1,859 ^b	1,713 ^b	1,835 ^b	1,865 ^b	1,723 ^b	3,042 ^a	2,112 ^a	3,055 ^a	1,183 ^a	3,170 ^a	8,607 ^a	7,899 ^a	8,901 ^a	8,277 ^a	6,511 ^a

⁹ L'estimation de cette variable est constatée à partir d'un échantillon d'entreprises malaisiennes.

Conclusion

Le but de cette étude était d'enrichir la littérature financière et économique sur l'étude de l'efficacité des mécanismes de gouvernement d'entreprise liés au comité d'audit sur la capacité des entreprises à résister à la crise boursière asiatique. A travers une étude sur un échantillon d'entreprises asiatiques, il a été montré que l'existence du comité d'audit, la taille et l'indépendance de ses membres constituent les attributs les plus importants du comité d'audit dans le contexte de la crise asiatique.

La présence du comité d'audit est un moyen puissant permettant d'améliorer le fonctionnement des conseils d'administration des entreprises asiatiques. Les sujets traités par le comité d'audit comme l'examen des comptes, le suivi de l'audit interne et la sélection des auditeurs assurent un contrôle efficace de l'entreprise et permettent de restaurer la confiance des investisseurs. Ces mêmes résultats soulignent que la préférence pour un comité composé d'un nombre important d'administrateurs ainsi que la présence massive des administrateurs indépendants sont des éléments très importants de l'efficacité du comité d'audit dans l'exercice de ses responsabilités de surveillance et dans le maintien de la stabilité de l'entreprise en période de crise. Les efforts de la réforme préconisés depuis la crise asiatique sont dirigés vers l'accroissement de l'indépendance des membres du comité d'audit vis-à-vis de la direction. Ainsi, sont respectés les intérêts de l'entreprise et de tous les actionnaires et non les seuls intérêts des actionnaires majoritaires.

Le nombre de rencontres annuelles n'affecte pas la capacité de l'entreprise à limiter la transmission de la crise. L'explication plausible est que la forte collusion entre les chairman du comité d'audit et les dirigeants, et l'expropriation acharnée des actionnaires minoritaires avant et pendant la crise affaiblissent l'efficacité des rencontres du comité d'audit. Toutefois, après la crise, le nombre de rencontres annuelles a une influence significativement positive sur la stabilité de l'entreprise. Nos résultats mettent en évidence donc l'efficacité de la fréquence des rencontres du comité d'audit après la crise.

Cette étude est à replacer dans son contexte, la crise asiatique. Ce qui sous entend d'une part des caractéristiques patrimoniales des entreprises particulières et d'autre part une période de structuration des systèmes de gouvernance dans ces pays. Toutefois, les résultats obtenus méritent que l'on s'attache à quelques extrapolations dans la situation de crise que nous traversons. . La crise financière actuelle qui a débuté en 2007 sur le marché américain des prêts hypothécaires et qui continue à se propager à travers le monde, ne manquera pas de provoquer des interrogations nombreuses sur la qualité de gouvernement d'entreprise. Les

entreprises les mieux contrôlées résistent-elle mieux à la crise et auront-elles limité sa propagation ?

Références

- Bollerslev, T. (1990). Modelling the Coherence in Short-run nominal exchange rates: a multivariate generalized ARCH model. *Review of Economics and Statistics*.
- Bowen, R, Rajgopal, S., et Venkatachalam, M. (2007). Accounting Discretion, Corporate Governance and Firm Performance. *Contemporary Accounting Research* 25: 351-405.
- Booyeang, K. (2003). Corporate Governance in Malaysia, *Review of Corporate Governance in Asia*.
- Campbell, J. (1996). Understanding risk and return. *Journal of Political Economy* 104: 298-345.
- Charreaux, G. (1998). Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale, *Finance Contrôle Stratégie* 1 (2) : 57-88.
- Charreaux, G., et Pitol-Belin, JP. (1992), Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires, *Revue Française de Gestion* 87: 84-92.
- Carcello, J., and Neal, T. (1997). Audit Committee Characteristics and Auditor Reporting. *Working Paper*, Université de Tennessee.
- Claessens, S, Simon, D., and Larry, L. (2002). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58.
- Core, J, Guay, W., et Rusticus, W. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations, *Journal of Finance* 61: 655-687.
- Defond, M., and Jiambalvo, J. (1994). Debt Covenant Violation and Manipulations of Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 145-176.
- Engle, R. (1982). Autoregressive Conditional heteroscedasticity with estimates of variances of united kingdom inflation. *Econometrica* 30: 987-1007.
- Forker, J. (1992). Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research* 22: 111-124.
- Jemison, D., and Oakley, P. (1983). The Need to Reform Corporate Governance in Mutual Insurance Companies, *Journal of Business Research* 11 (4): 501-522.

- Johnson, S, Peter, B, Alasdair, B., et Eric, F. (2000). Corporate governance in the Asian Financial crisis. *Journal of Financial Economics* 58.
- Klapper, L., et Love I., 2003. Corporate Governance, investor protection and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance* 195: 1-26.
- Klein, A. (1998). Firm Performance and Board Committee Structure. *Journal of Law and Economics* 41: 275-303.
- KPMG. (1999). Shaping The Audit Committee Agenda, KPMG LLP.
- Mak, Y., et Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal* 13: 301– 318.
- Mangena, M., et Pike, R. (2005). The effect of audit committee shareholding, financial expertise and size on interim financial disclosures. *Accounting and Business Research* 35 : 327-349.
- Marrakchi, S. (2000). Gestion du bénéfice et gouvernement d'entreprises : une étude empirique. Doctorat en sciences de gestion, Canada : Université de Laval-Canada.
- Mccmullen, D., et Raghundan, K. (1996). Enhancing Audit Committee Effectiveness. *Journal of Accountancy* 182: 145-176.
- Mitton, T.(2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 64: 215-241.
- Piman, L., et Thomas, C. (2004). Corporate Governance in Thailand. *Review of Corporate Governance in Asia*.
- Sang-Woo, N., et Il Chong, N. (2005). Corporate governance in Asia: Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, and Thailand. *Review of Corporate Governance in Asia*.
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review* 73: 459-474.
- Sommer, A. (1991). Auditing Audit Committees: An Educational Opportunity for Auditors. *Accounting Horizons* 91-97.
- Wright, D. (1996). Evidence on the Relation Between Corporate Governance Characteristics and the Quality of Financial Reporting. Working Paper, Université de Michigan.
- Zahra, S., et Pearce, J. (1989). Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management* 15: 291-3.

Annexe 1 : Analyse descriptive inter-périodes des caractéristiques du comité d'audit

	Période Avant Crise: fin de l'année fiscale 1996				Période de Crise: fin de l'année fiscale 1997				Période Après Crise: fin de l'année fiscale 1998			
	Moyenne	Médiane	Max	Min	Moyenne	Médiane	Max	Min	Moyenne	Médiane	Max	Min
	MALAISIE											
La taille du comité	3,482	3,000	7,000	3,000	3,368	3,000	6,000	3,000	3,500	3,000	6,000	3,000
Le % d'administrateurs indépendants	47,500	44,400	80,000	25,000	70,400	66,600	100,000	33,300	70,300	66,600	100,000	33,300
Le % d'administrateurs internes	44,400	44,400	71,400	9,000	27,000	33,300	50,000	0,000	27,100	33,300	40,000	0,000
Le % d'administrateurs affiliés	8,000	0,000	36,300	0,000	2,000	0,000	40,000	0,000	2,000	0,000	40,000	0,000
Le nombre de rencontres annuelles	1,974	2,000	6,000	0,000	2,025	2,000	6,000	0,000	2,025	2,000	6,000	0,000
Le % des entreprises ayant un comité d’audit	100				100				100			
Le % des entreprises dont le chairman du comité est indépendant	86,207				97,368				97,500			
	THAILANDE											
La taille du comité	0,000	0,000	0,000	0,000	100,000	1,000	1,000	1,000	2,333	3,000	3,000	1,000
Le % d'administrateurs indépendants	0,000	0,000	0,000	0,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
Le % d'administrateurs internes	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Le % d'administrateurs affiliés	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Le nombre de rencontres annuelles	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Le % des entreprises ayant un comité d’audit	0,000				6,250				18,750			
Le % des entreprises dont le chairman du comité est indépendant	0,000				100				100			

	Période Avant Crise: fin de l'année fiscale 1996				Période de Crise: fin de l'année fiscale 1997				Période Après Crise: fin de l'année fiscale 1998			
	Moyenne	Médiane	Max	Min	Moyenne	Médiane	Max	Min	Moyenne	Médiane	Max	Min
	PHILIPPINES											
La taille du comité	0,000	0,000	0,000	0,000	5,000	5,000	5,000	5,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Le % d'administrateurs indépendants	0,000	0,000	0,000	0,000	20,000	20,000	20,000	20,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Le % d'administrateurs internes	0,000	0,000	0,000	0,000	Np ¹⁰	Np	Np	Np	0,000	0,000	0,000	0,000
Le % d'administrateurs affiliés	0,000	0,000	0,000	0,000	Np	Np	Np	Np	0,000	0,000	0,000	0,000
Le nombre de rencontres annuelles	0,000	0,000	0,000	0,000	Np	Np	Np	Np	0,000	0,000	0,000	0,000
Le % des entreprises ayant un comité d’audit	0,000				6,250				0,000			
Le % des entreprises dont le chairman du comité est indépendant	0,000				Np				0,000			
	INDONESIE											
La taille du comité	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Le % d'administrateurs indépendants	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Le % d'administrateurs internes	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Le % d'administrateurs affiliés	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Le nombre de rencontres annuelles	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Le % des entreprises ayant un comité d’audit	0,000				0,000				0,000			
Le % des entreprises dont le chairman du comité est indépendant	0,000				0,000				0,000			

¹⁰ Np : Non Précisé.

Annexe 2 : Coefficients de Corrélacion de Pearson

	VP	LN-T	END	E-AUDIT	T-AUDIT	AUDIT-IND	A-CHAIR	AUDIT-RENC
VP	1	-0,055	0,309	-0,047	-0,069	-0,04	-0,024	-0,065
LN-T		1	0,046	-0,16	-0,063	-0,201	-0,208	0,036
END			1	-0,308	-0,301	-0,308	-0,286	-0,282
E-AUDIT				1	0,946	0,959	0,948	0,689
T-AUDIT					1	0,869	0,871	0,732
AUDIT-IND						1	0,942	0,672
A-CHAIR							1	0,646
AUDIT-REN								1